

谨慎推荐 (维持)

牧原股份 (002714) 深度报告

风险评级: 中风险

低成本强管理养猪龙头 猪价反弹改善公司业绩

2018年9月26日

投资要点:

魏红梅

SAC 执业证书编号:

S0340513040002

电话: 0769-22119410

邮箱: whm2@dgzq.com.cn

研究助理: 陈伟光

SAC 执业证书编号:

S0340118060023

电话: 0769-22110619

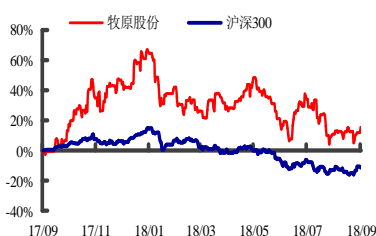
邮箱:

chenweiguang@dgzq.com.cn

主要数据 2018年9月26日

收盘价(元)	24.90
总市值(亿元)	519.22
总股本(亿股)	2,085.23
流通股本(亿股)	1,074.33
ROE(TTM)	9.16%
12月最高价(元)	62.88
12月最低价(元)	20.40

行业指数走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind

相关报告

- **公司是国内生猪养殖重点龙头企业。**公司前身为内乡县牧原养殖有限公司(即“牧原养殖”)。2009年,牧原养殖变更设立为河南省牧原食品股份有限公司(即“股份公司”),并于2010年更名为牧原食品股份有限公司(即本公司),公司总部位于河南省南阳市。公司坚持采用大规模一体化的养殖模式,经过20多年的发展,已形成了集科研、饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养为一体的完整封闭式生猪产业链,目前是我国较大的生猪养殖企业、生猪育种企业。2017年,公司已在全国13个省区建立养殖板块全资子公司。生猪养殖仍是公司主营业务。2017年全年销售生猪723.74万头,其中商品猪524.32万头,仔猪193.82万头,种猪5.60万头,同比增长132.42%,生猪销售量保持高速增长。
- **底部已到,明年猪价有望反转。**预计今年猪价继续大跌的可能性不大,猪价已经来到本轮周期的底部,并且全年猪价整体会在底部震荡。短期来看,当前进入猪价季节性反弹。疫情导致的压栏生猪出栏量短期激增和节后消费季节性下降,可能引起国庆后猪价短期快速下跌。疫病阻碍当前仔猪补栏,将影响年底的生猪出栏,年末猪价可能会出现一波上涨行情。从长期来看,能繁母猪存栏量不断下降结合生猪MSY与生猪出栏均重的指标计算,到2019年同期,全国生猪产能将会低于2014年猪周期底部水平,生猪供应将出现紧平衡状态,猪价有望见底,猪周期有望出现反转。
- **优秀的成本控制解决重资产成就一体化。**公司通过优秀的成本控制解决重资产问题。公司的成本控制体现在两方面。一方面,公司通过开发新的饲料配方,解决对单种原材料的依赖,选择最优方案,并且将子公司设立在粮食生产地,降低运输成本。另一方面,公司通过开发全自动化养殖场,提高养殖工人生产效率,提高公司经济效益。当前公司养殖成本处于养猪行业最低水平。
- **良好的内部管理支撑快速扩展。**公司养殖子公司数有2016年的39家扩张到2017年80家,依靠的是对产品质量的严格把控以及优秀的内部管理。由于防疫工作以及生产管理严谨,在公司生产经营历史上,从未发生过对公司造成重大损失的疫情。此外,当前公司人员储备量足以支撑公司扩张需求。同时公司实施三期员工持股计划,将公司利益与员工发展绑定,激发公司核心骨干的能动性,激发公司发展潜力。
- **投资建议:维持谨慎推荐评级。**从业绩方面来看,预计公司下半年业绩会好于上半年。预计公司2018年-2020年生猪出栏量分别为1200万头、1600万头、2000万头,对应公司产品每公斤价格为12.00元、11.90元、14.39元。对应净利润为12.12亿元、12.75亿元、66.95亿元。从估值来看,公司当前低于公司近三年的历史平均值57.51倍;市净率为5.05倍,低于公司近三年市净率平均值6.93倍。因此,维持谨慎推荐。预计公司2018年-2019年EPS为0.58元、0.61元,对应的PE值分别为43倍、41倍。

目 录

1.公司是国内生猪养殖重点龙头企业	4
2.猪周期处于下行周期，2018 年猪价底部振荡	4
2.1 猪肉仍处于供过于求的局面	4
2.2 对猪价形势的猜想	5
3.优秀的成本控制解决重资产成就一体化	7
3.1 重资产状况	7
3.2 低成本击破重资产	7
3.3 灵活搭配与择地取材降低原材料成本	8
3.4 较低的人工成本	10
4.较好的管理能力支撑快速扩张	10
4.1 猪肉产品管理	11
4.2 内部人员管理	11
5.公司业绩情况	12
6.投资建议：维持谨慎推荐评级	14

插图目录

图 1：肉猪出栏量	4
图 2：每年每头能繁母猪育成肥猪数	4
图 3：肉猪出栏均重	5
图 4：中国猪肉产量	5
图 5：能繁母猪存栏量	5
图 6：生猪存栏量变化率	5
图 7：2007 年至 2017 年猪价各月情况	6
图 8：2017 年至今猪价走势（元/公斤）	6
图 9：公司固定资产和在建工程增速	7
图 10：公司固定资产与在建工程总计占总资产情况	7
图 11：养猪行业成本比较	7
图 12：公司养猪成本分类	7
图 13：饲料原材料价格走势（元/吨）	8
图 14：公司配方变化	8
图 15：公司全自动供料系统	10
图 16：公司自动化饲喂系统	10
图 17：牧原股份养殖子公司数	10
图 18：牧原股份员工人数	10
图 19：公司商品猪销售情况	11
图 20：公司生猪业务营业收入及其增速	11
图 21：公司员工构成比例	12
图 22：公司员工学历情况	12
图 23：公司营业综合收入情况	12
图 24：公司归母净利润情况	12
图 25：公司销售毛利率与净利率	13
图 26：公司期间费用率	13

图 27：公司市盈率	14
图 28：公司市净率	14

插表目录

表 1：当前国内生猪产能情况	6
表 2：公司的子公司所在地的饲料生产情况	9
表 3：公司在东北设立子公司的情况	9
表 4：公司盈利预测（截至 2018/09/26）	15

1. 公司是国内生猪养殖重点龙头企业

公司是我国生猪养殖龙头，实行一体化经营模式。公司前身为内乡县牧原养殖有限公司（即“牧原养殖”）。2009年牧原养殖依法整体变更设立为河南省牧原食品股份公司（即“股份公司”），并于2010年更名为牧原食品股份有限公司（即本公司），总部位于河南省南阳市。公司坚持采用大规模一体化的养殖模式，经过20多年的发展，已形成了集科研、饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养为一体的完整封闭式生猪产业链，公司目前是我国较大的生猪养殖企业、生猪育种企业。2017年，公司已在全国13个省区建立养殖板块全资子公司。目前，公司是第一批国家生猪核心育种场、国家级星火计划项目证书、国家现代农业产业技术体系生猪产业综合实验站、国家生猪活体储备基地、国家级原种猪场、国家级青年文明号单位、国家生猪试验站。

生猪养殖仍是公司主营业务。2017年，生猪养殖与销售业务占营业收入99.18%。2017年全年销售生猪723.74万头，其中商品猪524.32万头，仔猪193.82万头，种猪5.60万头，同比增长132.42%，生猪销售量保持高速增长。2017年生猪销售业务实现营业收入99.60亿元，同比增长77.73%，增速下降8.86%。生猪产品增速放缓主要是受猪价下跌影响，未来猪价回升，生猪产品营业收入增速有望回升。

2. 猪周期处于下行周期，2018年猪价底部振荡

2.1 猪肉仍处于供过于求的局面

猪肉价格受供需平衡影响。长期以来，中国猪肉需求保持相对稳定，因此，猪价下跌主要受供给端影响。猪肉产量主要受生猪出栏量与生猪出栏均重两方面变化的影响。

生猪出栏量增高。从市场方面看，从2014年5月到2016年6月，生猪价格持续上涨，养殖户在此环境下，迅速补栏，扩大产能。并且近年来，由于生猪疫苗的广泛使用和养殖效率的提高，每年每头能繁母猪育成肥猪数（MSY）不断上升，出栏量增加。此外，国家发布多项政策法规文件，整治养殖环境污染问题，依法关闭禁养区畜禽养殖。在此情况下，大量低效益、环保不达标的养猪散户加快出栏，尽早退出养猪市场。综合两方面，生猪出栏量增加。

图 1：肉猪出栏量



图 2：每年每头能繁母猪育成肥猪数

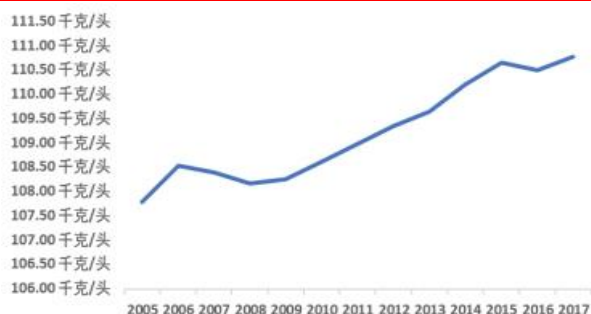


资料来源：wind，东莞证券研究所

资料来源：wind，东莞证券研究所

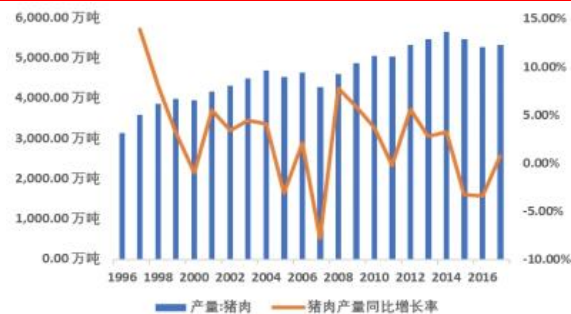
生猪出栏均重上升。当前肉猪出栏的均重也从过去的 108.64 千克/头增长至当前的 111.06 千克/头(出肉率以 70%)，部分养殖巨头公司的生猪出栏均重可达 120 千克/头。

图 3：肉猪出栏均重



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 4：中国猪肉产量



资料来源：wind，东莞证券研究所

综上所述：第一，在猪价上行的阶段，养殖户迅速补栏，扩大产能，并且养殖效率的提高，每头能繁母猪育肥猪数增加，出栏量增大；由于政府的高压环保政策，致使部分散户开始大量出栏，生猪出栏量增加。第二，养殖技术提高使生猪出栏体重有所上升。两个原因最终导致猪肉产量供过于求，引起猪价的持续下跌。

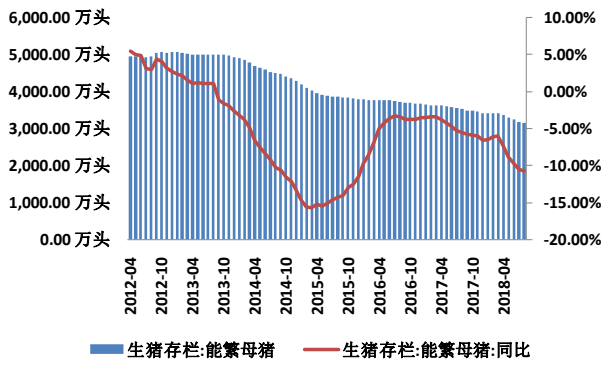
2.2 对猪价形势的猜想

底部已到反弹已现，明年猪价有望反转。从今年年初开始，由于短期生猪积压集中出栏造成生猪市场短期供过于求，生猪价格出现断崖式下跌，使生猪养殖行业出现全行业亏损状态。然而考虑到市场上大猪阶段性出清，以及部分养殖户因亏损开始淘汰落后的母猪产能，因此，预计今年猪价继续大跌的可能性不大，猪价已经来到本轮周期的底部，并且全年猪价整体会在底部震荡。从近期猪价形势来看，经历了一季度的猪价断崖式下跌后，猪价从今年 5 月份呈现季节性反弹。从今年八月份起，中国范围内出现数起非洲猪瘟疫情。由于疫情发生后政府、企业和养殖户迅速采取相应的防疫措施，及时扑杀病猪，暂停生猪外调，企业及养殖户减缓出栏节奏或者停止出栏，都有效控制了疫病进一步扩散的风险。禁运造成疫区中的主调出区供给增加、猪价短暂下跌，主销区供给偏紧、猪肉价格涨幅明显。但是生猪扑杀量不大，供给总体充裕，预计疫情对整体市场形势影响将会逐渐减弱。疫情导致的压栏生猪出栏量短期激增和节后消费季节性下降，可能引起国庆后猪价短期快速下跌。疫病阻碍当前仔猪补栏，将影响年底的生猪出栏，年末猪价可能会出现一波上涨行情。

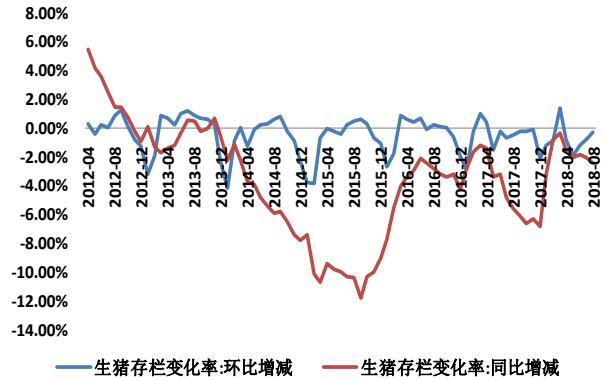
从长期来看，能繁母猪存栏量不断下降，截至 2018 年 4 月份，能繁母猪存栏量下降至 3369 万头，结合生猪 MSY 与生猪出栏均重的指标计算，到 2019 年同期，全国生猪产能将会低于 2014 年猪周期底部水平，生猪供应将出现紧平衡状态，猪价有望在 2019 年见底，猪周期有望出现反转。

图 5：能繁母猪存栏量

图 6：生猪存栏量变化率



资料来源: wind, 东莞证券研究所



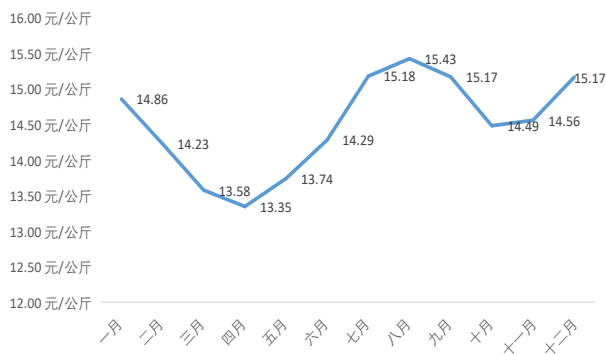
资料来源: wind, 东莞证券研究所

表 1: 当前国内生猪产能情况

时间	能繁母猪期初存栏量(万头)	肉猪出栏量(万头)	猪肉产量(万吨)	均重(千克/头)	MSY(头)	MSY 增长率
2010 年	4,870.00	66,686.43	5,071.24	108.64	13.69	5.31%
2011 年	4,740.00	66,326.15	5,060.40	108.99	13.99	2.19%
2012 年	4,950.00	69,789.47	5,342.70	109.36	14.1	0.79%
2013 年	5,068.00	71,557.31	5,493.03	109.66	14.12	0.14%
2014 年	4,908.00	73,510.45	5,671.39	110.22	14.78	4.67%
2015 年	4,190.00	70,824.98	5,486.55	110.67	16.9	14.34%
2016 年	3,783.00	68,501.96	5,299.15	110.51	18.12	7.22%
2017 年	3,651.00	68,861.00	5,340.00	110.78	18.86	4.08%
2018 年一月	3,414.00	65,890.20	5,122.44	111.06	19.3	2.31%
2018 年二月	3,414.00	65,890.20	5,122.44	111.06	19.3	2.31%
2018 年三月	3,417.00	65,948.10	5,126.94	111.06	19.3	2.31%
2018 年四月	3,369.00	65,021.70	5,054.92	111.06	19.3	2.31%

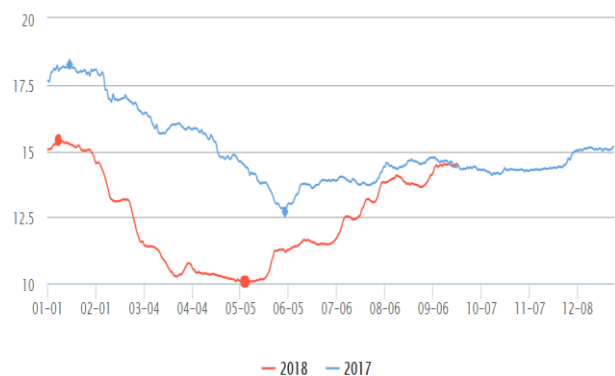
资料来源: Wind, 东莞证券研究所

图 7: 2007 年至 2017 年猪价各月情况



资料来源: wind, 东莞证券研究所

图 8: 2017 年至今猪价走势 (元/公斤)



资料来源: 行情宝, 东莞证券研究所

3. 优秀的成本控制解决重资产成就一体化

3.1 重资产状况

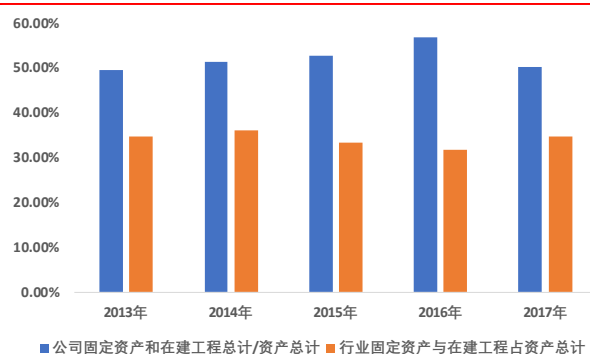
公司是重资产经营公司。公司多年来一直坚持一体化的生产经营模式，并且投入巨大的人力和财力，形成一条完善的生猪产业链。一体化的模式最明显的特点是容易形成重资产。近五年，公司固定资产与在建工程总计保持高速增长。2017年，行业在建工程与固定资产净值总计同比增长40.54%，然而，2017年公司固定资产与在建工程总计达到120.95亿元，同比增长64.54%，增速高于行业20个百分点。近五年，公司固定资产与在建工程总计占资产总计平均达到52.21%，而养猪行业水平是33.70%，相差18.51个百分点。与行业水平相比，牧原股份是名副其实的重资产公司。重资产容易出现折旧高而对资金的依赖性相对较高，如果没有足够资金支持，公司难以发展，甚至会因为较高的成本而垮掉，尤其是在当前猪周期下行阶段。

图 9：公司固定资产和在建工程增速



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 10：公司固定资产与在建工程总计占总资产情况



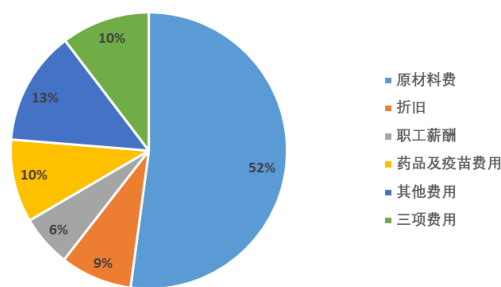
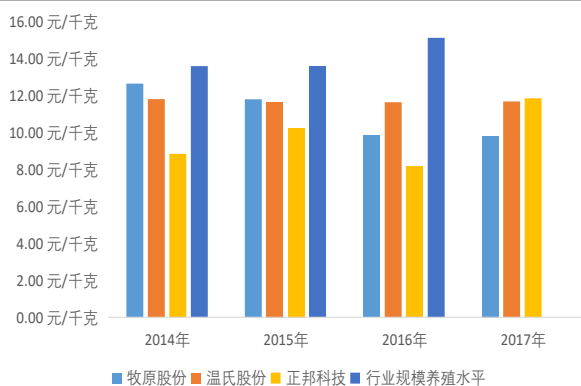
资料来源：wind，东莞证券研究所

3.2 低成本击破重资产

公司一直坚持成本控制。公司不仅没有垮掉，反而保持高速增长，其中的原因在于公司优秀的成本控制能力。一般来说，养猪成本包括六大项：原材料费（饲料费用）、折旧、职工薪酬、药品及疫苗费用、其他费用（包括三项费用）。2014年，牧原股份的养猪成本为12.62元/公斤，比行业规模养猪成本低0.94元/公斤，并且公司的养猪成本每年保持稳定的下降，年平均下降幅度为6.74%。2017年，公司的养猪成本为9.82元/公斤，可以说已经处于行业的最低水平。公司对成本的控制主要在两方面：原材料费用与人力成本。

图 11：养猪行业成本比较

图 12：公司养猪成本分类



资料来源: wind, 东莞证券研究所

资料来源: wind, 东莞证券研究所

3.3 灵活搭配与择地取材降低原材料成本

灵活搭配的饲料。一直以来，“玉米+豆粕”是大部分养猪公司的饲料标配方法。在过去，玉米作为主要饲料中能量的供给原，占饲料成分约 70%，而豆粕作为蛋白质的主要来源，约占 25%。因为饲料在养猪的成本占一半以上，玉米与豆粕的价格一旦上涨，养殖户的利润就会被压缩。一旦遇上猪周期下行阶段，原材料的上涨是有可能导致养殖利润下降甚至亏本。公司在拥有“玉米+豆粕”型的基础上、结合自身所处地理优势，开发出“小麦+豆粕”型配方。小麦是中国的主要粮食之一。相比于玉米所含有的 73.2g/100g 的糖份，每 100g 小麦拥有 75.2g 的淀粉，可以说能够提供足够的能量供应。采用小麦作为饲料的配方之一，并不仅仅是希望用小麦代替玉米，小麦在一定程度上也可以替代豆粕。每 100g 小麦种，还有 11.9g 的蛋白质，虽然其蛋白质含量仅有豆粕的四分之一，但是其价格低于豆粕的价格。中国是农业大国，然而中国不是生产大豆的大国。中国每年生产大豆。2017 年，中国全年大豆产量仅为 1.53 千万吨，而这些大豆主要是用于满足国民食用需要，然而中国畜禽市场非常庞大，为满足中国畜禽饲料对豆粕的需求，中国每年需要从国外进口的大豆达到 9.56 千万吨。在大豆与豆粕缺乏的中国，采用小麦作为替代品，可以减少对玉米、豆粕的依赖。在农产品价格变化的时候，可以自行调节仍然有降低生产成本的能力。另外，针对不同品种、不同类型、不同生长阶段生猪，公司制定更加精细化的饲料配方。目前，公司为不同状态的生猪及所在季节提供 6 类 32 种饲料配方，通过为生猪提供科学的营养饲料配方，不仅可以激发猪群的生长潜力，增强猪群体质，另一方面降低了料肉比，提高饲料报酬率，降低了饲料成本。

图 13: 饲料原材料价格走势 (元/吨)

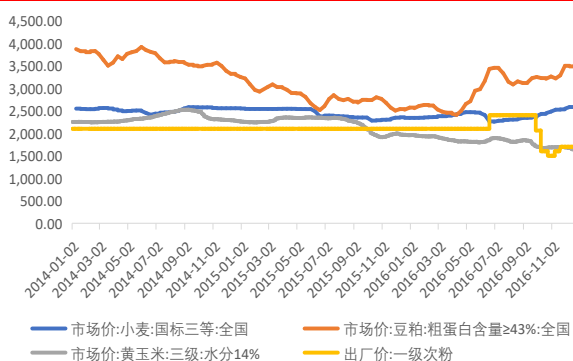
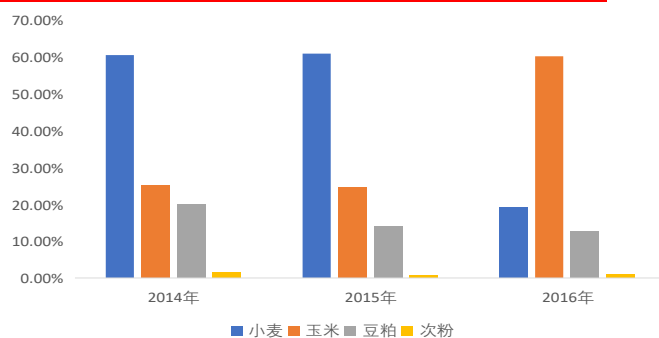


图 14: 公司配方变化



资料来源：wind，东莞证券研究所

资料来源：wind，东莞证券研究所

得天独厚的饲料生产环境。2017年，河南省肉猪出栏量为6.00千万头，排全国第二，占当年全国生猪出栏量的8.76%，是名副其实的养猪大省。河南省能取得如此骄傲的养猪成绩是由于良好的先天环境。要养猪，就必须要先有粮食。2016年，河南省生产玉米1.75千万吨、排名全国第六；生产小麦3.47千万吨，排名全国第一；生产大豆56.6万吨，排名全国第七。根据2010年河南省政府公布的《河南省现代畜牧产业发展规划》：“2020年全省粮食生产能力达到6.50千万吨，其中玉米2.84千万吨、小麦3.38千万吨。预计到2020年，扣除口粮、种子、工业用粮等，河南省共可转化生产饲料粮2.75千万吨。公司坐落于河南省南阳市内乡县。2016年，南阳市生产玉米180万吨，在省内排名第4；生产大豆10.74万吨，省内排名第3；生产小麦385.12万吨，省内排名第4。良好的地理位置，为公司的饲料生产提供了保障，也为饲料的运输降低了成本。

在公司发展过程中，公司始终坚持着“就地取材，就地运输”的方式。当前公司有80个养殖全资子公司，遍布全国13个玉米、小麦主生产省区，包括豫、鄂、苏、皖、冀、鲁、晋、陕、黑、吉、辽、蒙、甘。根据《全国生猪发展规划（2016-2020）》，由于东北地区是我国重要的商品粮生产基地，每年玉米余量在4000万吨以上，有充足的优质原料供应，加上东北地区地广人稀，土地可承载能力强，适合大规模集约化养殖项目发展，未来养殖发展潜力无限，属于潜力养殖发展区域。应政策要求，公司已经加大了东北地区的投资，2017年公司在东北地区全资子公司从8个发展到33个。公司提前布局不仅为公司饲料原料的供给提供了充分的保障，同时减少了原材料的运输成本，使得公司在原材料采购成本方面具有一定优势。

表 2：公司的子公司所在地的饲料生产情况

省份	玉米（万吨）	小麦（万吨）	大豆（万吨）	总计（万吨）	全国产量排名
河南	1,745.92	3,466.00	56.6	5,268.52	1
山东	2,064.95	2,344.59	38.4	4,447.94	2
黑龙江	3,127.40	29.02	522.5	3,678.92	3
河北	1,753.64	1,433.25	32	3,218.89	4
吉林	2,833.00	0.1	62.5	2,895.60	5
内蒙古	2,139.80	169.9	120	2,429.70	6
安徽	462	1,385.90	135	1,982.90	7
辽宁	1,465.64	2.2	30.7	1,498.54	8
江苏	233.91	1,119.55	72.6	1,426.06	10
山西	888.89	273.41	36.9	1,199.20	12
陕西	545.39	445.03	27.6	1,018.02	13
甘肃	560.56	267.77	31.4	859.73	15
湖北	296.61	428.22	28.9	753.73	16

资料来源：Wind，东莞证券研究所

表 3：公司在东北设立子公司的情况

内蒙古	吉林	辽宁	黑龙江	总计
-----	----	----	-----	----

2016年	4	1	2	2	8
2017年	10	6	8	9	33

资料来源：Wind，东莞证券研究所

3.4 较低的人工成本

现代化猪舍实现较低的人工成本。当前，公司的现代化猪舍不仅为生猪提供洁净、舒适、健康的生长环境，公司自行研制的自动化饲喂系统，大大提高了生产效率，降低了生产过程中的人力成本。在育肥阶段，公司1名饲养员可同时饲养2,700-3,600头生猪（根据猪舍条件），按4个月育肥，一年可出栏3批，所以一个饲养员一年可以饲养8000-10000头猪，生产效率高于国内行业平均水平。从效益来看，牧原股份生产一公斤猪肉的人工成本为0.63元，人工成本处于行业较低水平。公司对猪舍的研发不仅实现了减少劳动工人、提高劳动效率的目的，而且还提高了公司的经济效益。

图 15：公司全自动供料系统



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 16：公司自动化饲喂系统



资料来源：wind，东莞证券研究所

4. 较好的管理能力支撑快速扩张

公司从4家控股子公司扩展到2017年的84家子公司，员工人数也从2013年的3,552人增长到2,7003人。虽然优秀的成本控制可以帮助公司扩张，然而仅仅只有成本控制是不够的，较好的管理能力才是扩展质量的保证，公司才能稳定发展。优秀的管理能力包括两方面：产品质量管理与内部管理。

图 17：牧原股份养殖子公司数

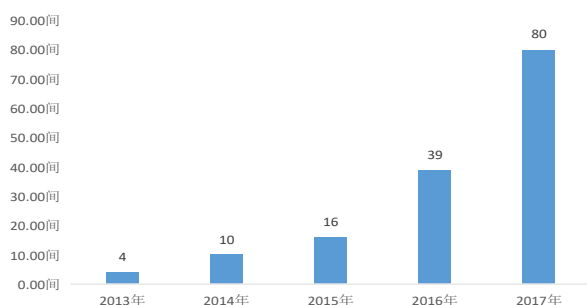
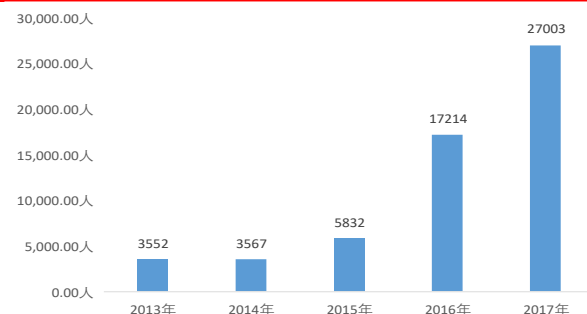


图 18：牧原股份员工人数



资料来源：wind，东莞证券研究所

资料来源：wind，东莞证券研究所

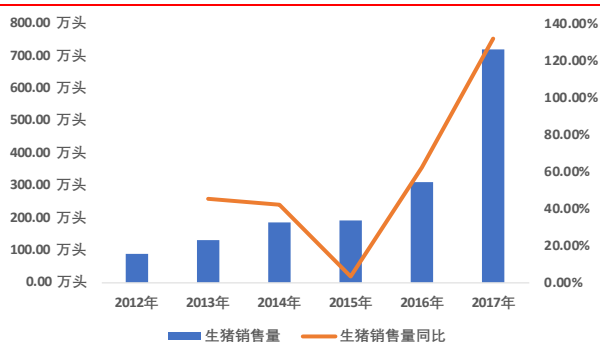
4.1 猪肉产品管理

公司通过完善的疫病防控系统与生产过程全控制保证产品安全。一方面，公司建立了完善有效的疫病控制综合系统。公司采取了猪场多级隔离、舍内小环境控制等多方面的疫病防控措施，并建立了外部预警、内部预警的预警防疫体系。在场区布局方面，公司实行“大区域、小单元”的布局，以防止疫病的交叉感染和外界病原的侵入；在养殖过程中，采取“早期隔离断奶”、“分胎次饲养”、“一对一转栏”、“全进全出”等生物安全措施，确保本公司防疫体系安全、有效。在公司生产经营历史上，从未发生过对公司造成重大损失的疫情。对疫病的严格控制保证了猪群的整体健康，断绝了病死猪肉的使用。另一方面，公司对饲料原料采购、饲料生产加工、饲料运输等环节均制定了严格的质量标准和品质检验、控制程序，确保饲料品质符合国家标准和满足本公司仔猪、种猪、商品猪饲养的需要，从源头上对食品安全进行了控制。在生产过程中，公司实现饲料生产自动化与生猪饲喂自动化，减少生产过程中因人为接触而出现的食品安全问题。

高科技保证猪肉肉质。当前，牧原股份通过法国大欧 EXAGO 背膘测定仪，可实现活体检查生猪肌间脂肪含量（判断肉质香嫩的指标）和眼肌面积（主要用于测定瘦肉率）。通过这些指标，公司可以了解当前种群的产肉情况，并且选取优势种群进行繁育，使公司产品在整体上呈现较好的品质。

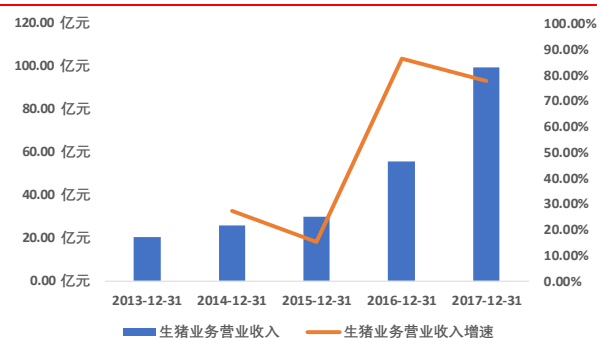
凭借优秀的产品安全与质量的管理，公司的商品猪产品在市场上备受喜爱，公司商品猪的销售量也保持高速增长，生猪业务的营业收入在 2017 年猪价大跌的情况下，也能保持快速增长。

图 19：公司商品猪销售情况



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 20：公司生猪业务营业收入及其增速



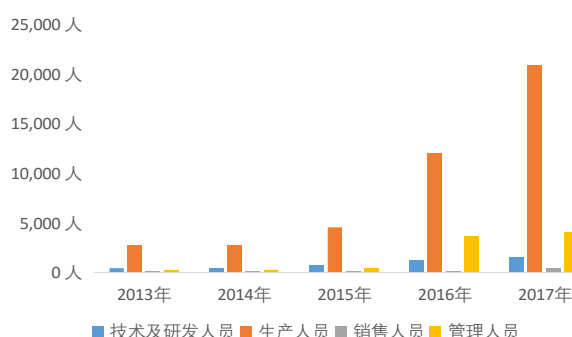
资料来源：wind，东莞证券研究所

4.2 内部人员管理

人才储备足以应对快速扩张。自繁自养一体化的经营模式意味着公司需要大量的员工以实现全产业链自我生产与控制。公司注重人才的储备，不仅是数量包括质量。2017 年，公司生产人员为 20874 人，同比增长 73.10%。按照产房阶段 1 人护理约 50 头猪；育肥阶段 1 人可同时饲喂 2500 头猪，当前的人员储备是十分充足的。从质量上看，公司近年来不断加大高素质人才的招聘。2017 年，公司本科以上学历（含硕士及博士）人数

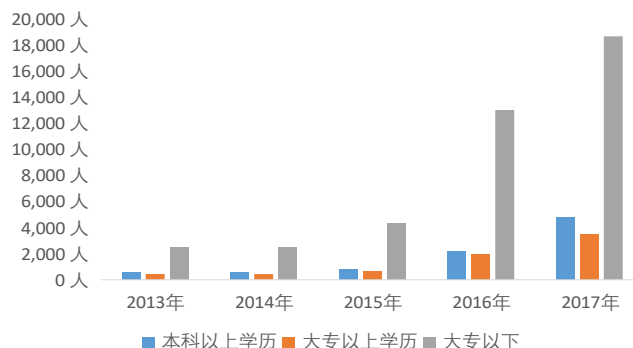
达 4822，同比增长 99.81%。高学历的生产团队，有利于快速吸收公司的生产管理经验，并能提供一些创新性思维与技术，提高公司生产与管理效率。此外，公司为使新员工迅速融入牧原，公司实施师徒传帮带制度，加快建设一支拥有良好人才梯队的技术与业务技术熟练的生产管理团队。

图 21：公司员工构成比例



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 22：公司员工学历情况



资料来源：wind，东莞证券研究所

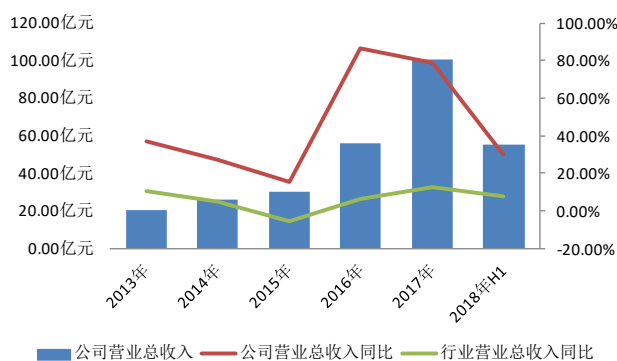
公司已实施三期员工持股措施。目前公司已经完成三期员工持股计划，涉及董事、监事、高级管理人员以及中层核心业务技术员工。三期员工持股计划高管参与人数总计为 12 人，高管参与金额总计不超过 1.6 亿元。三期员工持股计划持股人数总计（非高管人员）总计不超过 5,919 人，覆盖面超过 20%，认购金额总计 18.3 亿元。三期员工持股计划总结接近 20 亿元，占总股本比例 9.66%。实施员工持股计划可以将员工与公司利益绑定，激发了核心业务人员工作的积极性与中层管理人员的管理能动性，有助于提升整体的运行效率，提高公司的运营能力。

5. 公司业绩情况

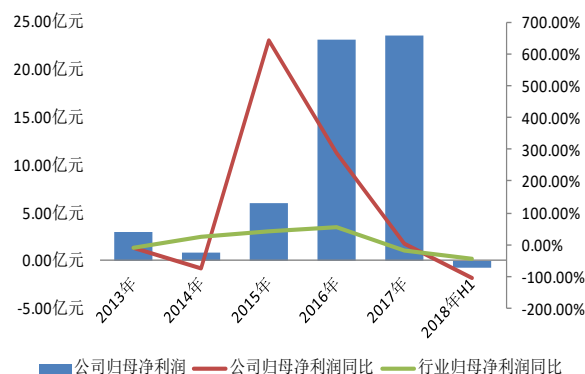
2017年公司业绩逆势增长，2018年上半年业绩受猪价下跌拖累。2017年，受猪价大幅下跌19.69%，行业盈利能力增速有所下滑，行业营业总收入增长5.90%，较2016年下降7.91个百分点，归母净利润同比下降24.06%，较2016年下降88.96个百分点。然而，公司业绩在此逆势下保持增长。2017年，公司实现营业总收入100.42亿元，同比增长79.14%，增速高于行业73.24个百分点；实现归母净利润23.66亿元，同比增长1.88%，增速高于行业25.94个百分点。公司业绩在2017年保持增长的原因有两方面：（1）公司2017年生猪出栏量同比增长132.42%，使营业收入实现增长。（2）公司拥有较好的成本控制能力，使每斤猪肉生产成本处于行业较低水平，因此公司归母净利润保持增长。2018年上半年，虽然公司生猪出栏量同比增长60.74%，生猪销售量为474.4万头，但是因为公司销售猪价同比大幅下降26.02%（行业销售猪价同比下降24.89%），并且原材料价格有所上升，公司业绩出现下滑。2018年上半年，公司实现营业收入55.13亿元，同比增长30.31%，增速较行业高22.65%；归母净利润为-0.79亿元，同比下降106.55%，下降幅度较行业多61.23个百分点。

图 23：公司营业综合收入情况

图 24：公司归母净利润情况



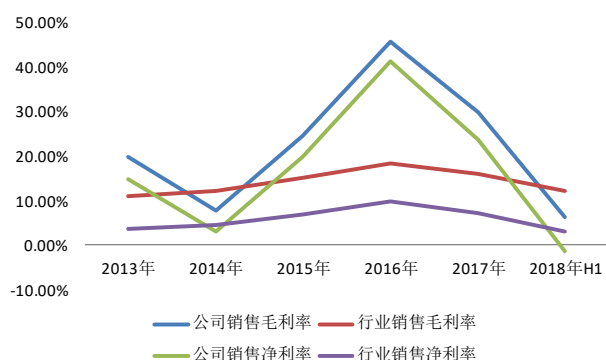
资料来源：wind，东莞证券研究所



资料来源：wind，东莞证券研究所

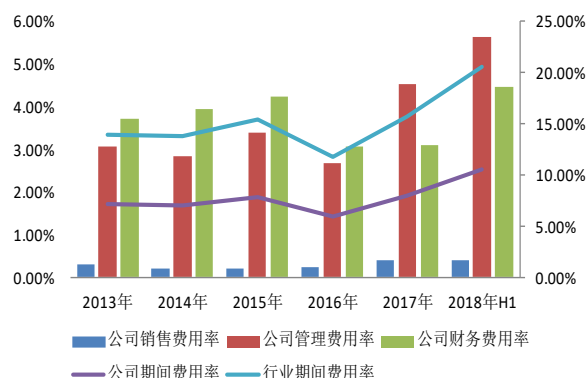
猪价大跌导致盈利能力有所下降。受猪价大幅下跌，公司利润空间受到压缩，2017年，公司销售毛利率为29.81%，同比下降15.88个百分点，仍高于行业水平13.80个百分点；销售净利率为23.56%，同比下降17.86个百分点，高于行业水平16.06个百分点。2017年，公司销售净利率下降有两方面的原因：（1）猪价下跌，利润下滑导致毛利率下降。（2）2017年公司期间费用率有所上升。2017年公司期间费用率为8.04%，同比上升2.04个百分点，但仍低于行业0.57个百分点。期间费用率上升主要是因为公司因扩张导致管理费用率同比上升1.86个百分点。2018年上半年公司销售毛利率为6.35%，同比下降28.01个百分点，销售净利率为-1.43%，同比下降29.80个百分点。期间费用率为10.49%，同比上升2.79个百分点。其中，管理费用率因主要是生猪保险费、职工薪酬总额增加导致同比上升1.55个百分点，财务费用率因主要是随着生产经营规模扩大，有息债务余额增加，导致利息支出增加而出现同比上升1.19个百分点，销售费用率同比上升0.05个百分点。总结2018年上半年公司盈利能力大幅下降原因如下：（1）猪价大幅下降与原材料价格上涨。（2）公司商品猪产品价格下降幅度大于行业猪价下降幅度。（3）公司因快速扩张导致管理费用率、财务费用率提高。

图 25：公司销售毛利率与净利率



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 26：公司期间费用率



资料来源：wind，东莞证券研究所

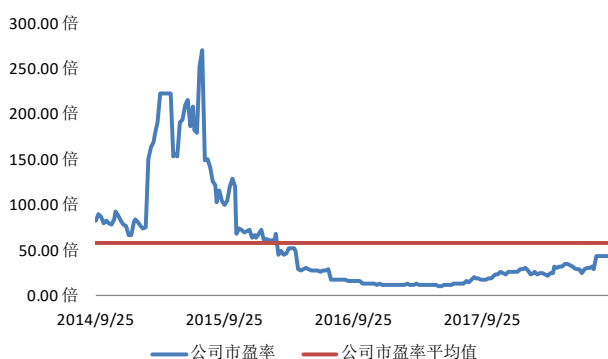
公司业绩总结：公司业绩情况主要受猪价影响。2017年猪价下跌，公司业绩逆势增长；2018年上半年，猪价在2017年的基础上再次出现断崖式下跌，加上原材料价格上涨，公司规模扩张导致的期间费用率上升，因此公司业绩、盈利能力都出现下滑。公司业绩

展望：截至 2018 年 8 月 31 日，公司 7-8 月生猪销售平均价为 12.74 元/公斤，虽然同比降低 8.01%，然而较上半年公司生猪销售猪价环比上升 15.23%。猪价的季节性回升有利于公司业绩的改善。据公司公告，预计公司 2018 年前三季度实现归母净利润 4.00-8.00 亿元，虽然同比下降 55.68%-77.93%，然而对比上半年公司归母净利润出现亏损的情况，公司在第三季度实现扭亏为盈。公司计划 2018 年生猪出栏量为 1100 万头-1300 万头。公司 2018 年 1-8 月，生猪销售量为 687.2 万头，同比增加 54.46%。从生猪出栏量来看，公司下半年生猪出栏情况会好于上半年。从猪价形势分析，从过往猪价历史来看，由于下半年是猪肉消费旺季，下半年猪价形势或会好于上半年。此外，非洲猪瘟疫病阻碍当前仔猪补栏，将影响年底的生猪出栏，年末猪价可能会出现一波上涨行情。综合来看，短期来看，预计公司下半年业绩会好于上半年。从长期来看，根据当前全国生猪存栏出栏的情况，结合相关指标，2019 年或出现猪周期反转。假设 2019 年猪价见底，猪周期反转，2020 年猪价有望进入上行通道。根据中国猪价过往历史，考虑到今年猪价呈现的季节性反弹力度、人工成本、原材料价格上涨等因素，预计公司 2020 年公司产品价格约为 14.39 元/公斤。预计公司 2018 年-2020 年生猪出栏量分别为 1200 万头、1600 万头、2000 万头。对应公司每公斤价格为 12.00 元、11.90 元、14.39 元。对应净利润为 12.12 亿元、12.75 亿元、66.95 亿元。

6. 投资建议：维持谨慎推荐评级

从业绩方面来看，预计下半年生猪市场价格形势会好于上半年，公司生猪产能在下半年会进一步释放。因此，预计公司下半年业绩会好于上半年。根据当前全国生猪存栏出栏的情况，结合相关指标，明年或出现猪周期反转，配合公司生猪出栏的高成长性，预计公司明年业绩有望出现量价起升的好局面。预计公司 2018 年-2020 年生猪出栏量分别为 1200 万头、1600 万头、2000 万头，对应公司产品每公斤价格为 12.00 元、11.90 元、14.39 元。对应净利润为 12.12 亿元、12.75 亿元、66.95 亿元。从估值来看，截至 2018 年 9 月 26 日，公司市盈率为 47.8 倍，低于公司近三年的历史平均值 57.51 倍；市净率为 5.52 倍，低于公司近三年市净率平均值 6.93 倍。因此，维持谨慎推荐评级。预计公司 2018 年-2019 年 EPS 为 0.58 元、0.61 元，对应的 PE 值分别为 43 倍、41 倍。

图 27：公司市盈率



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 28：公司市净率



资料来源：wind，东莞证券研究所

表 4：公司盈利预测（截至 2018/09/26）

科目(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	10,042.42	15,103.79	20,088.05	30,273.69
营业总成本	7,871.15	13,949.61	18,885.60	22,967.34
营业成本	7,048.99	12,669.06	16,974.40	20,658.77
营业税金及附加	16.56	22.66	30.13	45.41
销售费用	38.85	58.90	78.34	118.07
管理费用	454.23	679.67	903.96	1,059.58
财务费用	312.05	519.17	898.56	1,085.21
其他经营收益	218.30	216.94	239.61	265.06
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	21.52	10.32	12.32	15.05
营业利润	2,389.57	1,371.12	1,442.05	7,571.42
加 营业外收入	18.79	0.00	0.00	0.00
减 营业外支出	42.80	0.00	0.00	0.00
利润总额	2,365.56	1,371.12	1,442.05	7,571.42
减 所得税	0.03	159.05	167.28	878.28
净利润	2,365.53	1,212.07	1,274.78	6,695.13
减 少数股东损益	0.00	-2.00	-1.00	-5.94
归母公司所有者的净利润	2,365.53	1,214.07	1,275.78	6,701.07
总股本(万)	208,523.42	208,523.42	208,523.42	208,523.42
基本每股收益(元)	1.13	0.58	0.61	3.21
PE(倍)	25.81	43	41	8

资料来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn